

Jacek Karwowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

SUKUK – ISLAMSKIE CERTYFIKATY INWESTYCYJNE

Streszczenie: Rynek *sukuk* jest jednym z ważniejszych segmentów islamskiego systemu finansowego i coraz bardziej znaczącym elementem rynku światowego. Od wielu lat odnotowuje wzrost 10-15% rocznie, a łączna wielkość emisji osiągnęła 100-120 mld \$. Odpowiadało to w 2009 r. ok. 10% aktywów ulokowanych zgodnie z zasadami szariatu. Choć konstrukcja *sukuk* przypomina tradycyjne ABS czy *covered bonds*, ma specyficzne cechy. Abstrahując od zgodności z zasadami islamu, *sukuk* mogą stanowić stosunkowo dobre zabezpieczenie przed upadłością emitenta, o ile w umowie dobrze regulowane są kwestie własnościowe. Jednak nie wydaje się, by certyfikaty islamskie były realną alternatywą dla tradycyjnych obligacji; będą raczej instrumentami wzbogacającymi ofertę rynkową.

Słowa kluczowe: *sukuk*, finanse islamskie, obligacje.

1. Wstęp

Od lat 70. XX w. istotnego znaczenia nabiera sposób pozyskiwania i wykorzystania środków finansowych, zgodny z zasadami islamu. Zjawisko to, początkowo niedoceniane, obecnie jest ważne nie tylko ze względu na zaangażowane kwoty, ale także ze względu zarówno na potencjał wzrostu, jak i – co jest rzadziej podnoszone – na korzyści o charakterze ekonomicznym, wynikające ze stosowania zasad szariatu.

Artykuł jest poświęcony *sukuk*, instrumentom islamskiego rynku kapitałowego, odpowiadającym do pewnego stopnia tradycyjnym obligacjom. Autor wskazuje i ocenia najważniejsze elementy konstrukcyjne *sukuk*. Pokazuje, jakie potrzeby uczestników rynku instrumenty te zaspokajają, i próbuje ocenić, w jakim stopniu mogą one zastąpić (wyprzeć) tradycyjne instrumenty dłużne.

2. *Sukuk* jako islamskie instrumenty finansowe

Termin arabski *sukuk* jest liczbą mnogą od *sak*, co dosłownie znaczy „certyfikat”. Technicznie rzecz ujmując, *sukuk* są papierami wartościowymi, poświadczającymi prawa własności aktywów, mogącymi mieć charakter zarówno finansowy (należności), jak i niefinansowy (majątek rzeczowy, usługi, korzyści z posiadania itp.) [*Islamic Securities...* 2009, s. 8, 9]. Zgodnie z definicją The Accounting and Au-

diting Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) *sukuk* są certyfikatami inwestycyjnymi równej wartości, reprezentującymi niewyodrębnione udziały we własności aktywów rzeczowych, pożytków, usług, projektów lub specjalnych przedsięwzięć inwestycyjnych. Aktyw będący przedmiotem emisji *sukuk* musi być przyjęty, subskrypcja zakończona, a środki zebrane z emisji *sukuk* – przyjęte z przeznaczeniem na cel ustalony w momencie emisji. Wyłączone są zatem aktywa finansowe, dług pieniężny. Podstawową różnicą między tradycyjnymi obligacjami a *sukuk* jest to, iż u podstaw emisji *sukuk* leży zawsze jakiś realny aktyw (coś, co ma realną wartość). Co więcej, aktywa te muszą mieć charakter zgodny z zasadami szariatu, podobnie jak konstrukcja *sukuk*.

W tym miejscu nie ma możliwości pełnego omówienia religijnych podstaw finansów islamskich, jako że wymaga to bardzo obszernego opracowania. Wskażmy tylko na najważniejsze następujące zakazy, pozwalające na uniknięcie zdarzeń/elementów, które są zabronione przez islam i przez to chronią własność (por. np. [Hasan, Lewis (red.) 2007, s. 38-48]):

- zakaz *riba*,
- zakaz gier losowych (*maisir*),
- zakaz niepewności w umowach (*gharar*).

Dla tego artykułu najważniejszym ograniczeniem jest zakaz *riba*. Pojęcie to można zdefiniować jako „dowolną wartość (małą lub dużą, w formie pieniężnej lub rzeczowej) przewyższającą kwotę główną, stanowiącą warunek pozyskania tej kwoty, zwyczajowo lub ustanowioną w umowie” [Iqbal, Molyneux 2005, s. 6-9]. Abyśmy mieli do czynienia z *riba*, spełnione muszą być jednocześnie trzy warunki, a mianowicie muszą wystąpić: 1) pożyczka (kredyt), 2) nadwyżka związana z upływem czasu i 3) konieczność zapłacenia czy poniesienia ciężaru tej nadwyżki, aby pożyczkę (kredyt) otrzymać. Tak więc *riba* nie wystąpi, jeśli transakcja nie miała charakteru pożyczki, tylko np. była to transakcja handlowa, jeśli oddano tę samą kwotę, którą pożyczono, lub jeśli oddano więcej, ale była to inicjatywa pożyczkobiorcy, rodzaj gestu wdzięczności z jego strony. W rezultacie w finansach islamskich zakazany jest m.in. procent. Zakaz ten wynika przede wszystkim z powodów religijnych, ale istnieją również argumenty ekonomiczno-społeczne przemawiające przeciw pobieraniu procentu. W takiej sytuacji nietrudno zrozumieć kłopot związany z funkcjonowaniem instrumentów finansowych spełniających funkcje typowych obligacji.

3. Konstrukcja emisji *sukuk*

Jak podkreślono w definicji, w tle każdej emisji *sukuk* znajdujemy różne, ale zawsze zgodne z szariatem aktywa. Trudno podać jeden, uniwersalny schemat relacji zachodzących pomiędzy podmiotem pozyskującym kapitał, inwestorami i innymi podmiotami. Jeśli przeprowadzimy rozumowanie „od końca”, zauważymy, że emitent (podmiot pozyskujący kapitał) musi czasowo zrezygnować z dysponowania pewnymi aktywami, by natychmiast otrzymać zapłatę (środki finansowe). „Właścicielami”

aktywów stają się nabywcy *sukuk*, którzy są zainteresowani nie tyle posiadaniem majątku, ile wykupem certyfikatów po pewnym czasie przez emitenta. Dokonanie przez niego planowo wszystkich płatności pozwala mu na „odzyskanie” majątku.

Sukuk jako instrument islamski wyróżnia zatem udziałowy charakter certyfikatu, zasadniczo udział w zyskach, a nie procent oraz konkretny aktyw leżący u podstaw emisji (można go traktować jak zabezpieczenie, choć nie stuprocentowe). Aktyw ten może być wykorzystany do zawarcia transakcji *ijara* lub innej; od rodzaju tej transakcji bierze nazwę *sukuk*.

W dalszej części pracy zostaną krótko scharakteryzowane wybrane, najpopularniejsze rodzaje emisji.

Zacznijmy od *sukuk* typu **BBA** (opartych na umowie kupna-sprzedaży). BBA to umowa kupna-sprzedaży w celu sfinansowania aktywu z odroczonym (i ustalonym) terminem okresowych płatności. Cena sprzedaży zawiera w sobie zysk. Jest to forma stosowana w długim okresie. Emitent *sukuk* wyodrębnia majątek, np. maszyny, koncesje – cokolwiek, co ma wartość rynkową – po czym sprzedaje go pierwotnemu inwestorowi. Kwota odpowiadająca wartości majątku wpływa na konto emitenta. Jednak intencją emitenta nie jest trwała rezygnacja z dysponowania majątkiem, lecz pozyskanie środków finansowych. Dlatego od razu zawiera on kolejną umowę kupna tegoż majątku, z odroczonym terminem płatności. Jako wyraz podjętego zobowiązania do zapłaty uzgodnionej ceny emituje *sukuk*, które mają uosabiać prawo do majątku (dlatego taki proceder jest dopuszczalny, przynajmniej w Malesji). Cena ta jest oczywiście wyższa niż ta pierwsza, ustalona dla transakcji *spot*. Pierwotny inwestor może otrzymane certyfikaty sprzedać na rynku wtórnym.

Można wyróżnić dwa etapy emisji *sukuk* typu BBA. W etapie pierwszym emitent starający się o finansowanie najpierw wyodrębnia będący w jego posiadaniu aktyw w celu jego sprzedaży. Następnie aktyw jest sprzedawany za gotówkę. Natychmiast po tej transakcji (etap drugi) nabywca pierwotny odsprzedaje aktyw emitentowi na zasadzie odroczonej płatności (*bai' bithaman ajil*, BBA), z zyskiem. Kwota jest płacona w terminie późniejszym i stanowi dług. Emitent, chcąc udokumentować drugą transakcję, emituje *sukuk*. W Malesji takie *sukuk* mogą być przedmiotem obrotu wtórnego.

Jak można zauważyć, u podstaw emisji *sukuk* tego rodzaju leży sprzedaż i natychmiastowy odkup przedmiotu transakcji. Mamy do czynienia z *bai' 'inah*, co według niektórych poglądów stanowi obejście zasad (trik prawny, *hilah*), dlatego nie są zalecane (*makruh*) albo wręcz są zakazane (*haram*), np. w krajach Zatoki Perskiej.

Sukuk oparte na umowie leasingowej (*ijara*) wprowadzono do obrotu w 2001 r. i są one najpopularniejszym rodzajem certyfikatów islamskich. Typowym rozwiązaniem jest sprzedaż *spot* posiadanego aktywu trwałego przez przyszłego emitenta certyfikatów. Możliwe jest też nabycie aktywu przez emitenta z wpływów z emisji *sukuk*, na zlecenie inwestorów (nabywców certyfikatów). Nabywca udostępnia go następnie emitentowi na mocy umowy leasingu, niejako zwrotnie, w zamian za płatności rat leasingowych w ustalonej wysokości. Certyfikaty emitowane przez leasin-

gobiorcą są potwierdzeniem praw do części przedmiotu leasingu wraz ze strumieniem płatności rat. Okresowe raty są podstawą do wypłat na rzecz inwestorów. Płatności mogą obejmować tylko zyski (kwota inwestycji będzie wypłacana na końcu) albo zyski i część kapitałową; wówczas następuje stopniowe umorzenie. Leasingodawca ma cały czas prawa do części aktywu rzeczowego i dlatego może sprzedawać *sukuk* na rynku wtórnym. *Sukuk ijara* mogą być zbudowane według stałej lub zmiennej stopy zysku; w tym ostatnim przypadku należy uzgodnić *benchmark* i wzór liczenia, by uniknąć *gharar*.

Emisja *sukuk* może być dokonana również przez specjalnie utworzoną w tym celu spółkę celową. Wyobraźmy sobie budynek biurowy, będący własnością banku. Bank decyduje się udostępnić pomieszczenia różnym podmiotom, stosując np. umowę leasingu. Przekazuje własność budynku do spółki celowej (SPV), która emituje *sukuk*, papiery wartościowe potwierdzające udziały w budynku. W ten sposób bank zmienia strukturę swoich aktywów; zamiast budynku pojawiają się płynne środki finansowe pochodzące od SPV, a w sensie ekonomicznym od nabywców *sukuk*. Można powiedzieć, że bank sprzedaje budynek nabywcom papierów wartościowych. Pozbywa się przy tym ryzyka związanego z udostępnieniem budynku klientom (chodzi m.in. o terminowe płatności z ich strony); ryzyko to przechodzi na nabywców *sukuk*. Ci zyskują prawo do okresowych płatności ze strony podmiotów wynajmujących pomieszczenia (odpowiednik kuponu w tradycyjnych obligacjach). Posiadacze *sukuk* odzyskują ponadto stopniowo lub jednorazowo zainwestowane środki (w tradycyjnych finansach: wykup obligacji), tracąc prawo własności do budynku.

W przypadku *sukuk opartych na umowie spółki* najpierw emitent wzywa inwestorów, by przyłączyli się do umowy *mudaraba*. Emitent pełni tam funkcję *mudariba*, inwestorzy zaś dostarczają kapitał (funkcja *rab bal-mal*). *Sukuk* są emitowane jako poświadczenie zaangażowania kapitałowego w spółce oraz prawa do realizowanych projektów/działalności inwestycyjnej. Na podstawie planów biznesowych można określić przewidywane wpływy oraz zyski, i na tej podstawie dokonywać zaliczkowych wypłat z zysku. Finansowany w ten sposób projekt może być wydzielony księgowo z innych operacji spółki. Jak widać, *mudaraba sukuk* mają zdecydowanie charakter udziałowy i nie opierają się na długu. Mogą więc być przedmiotem obrotu wtórnego (chyba że aktywa rzeczowe spółki zlikwidowano i są przetrzymywane w formie pieniężnej). Zauważmy, że nie ma gwarancji, iż płatności na rzecz inwestorów będą dokonywane w ustalonej wysokości. *Mudarib* nie może też odpowiadać za ewentualne straty, chyba że czegoś zaniecha, rażąco naruszy zasady zarządzania lub będzie nieuczciwy. Dopuszczalna jest natomiast gwarancja utrzymania kapitału ze strony podmiotu trzeciego.

W obu przypadkach (spółka *mudaraba* i *musharaka*) emitent wydaje certyfikaty poświadczające zaangażowanie kapitałowe inwestorów oraz informuje o „przewidywanej stopie zysku”, wynikającej z symulacji. Jak wspomniano, stopa ta nie może być gwarantowana; co więcej, zgodnie z zasadami *musharaka* wszyscy inwestorzy są zobowiązani do poniesienia strat proporcjonalnie do wniesionych udziałów – jeśli

straty się pojawią. I znowu, dopuszczalne jest gwarantowanie przez podmiot trzeci zachowania pierwotnego kapitału.

Konstrukcja *sukuk* opartych na *musharaka* jest zawsze taka, by transakcje leżące u podstaw inwestycji docelowej były jak najbardziej „stabilne” pod względem finansowym. Może to być *ijara*, *murabaha*, *istisna*’ – ale w każdym przypadku prawdopodobieństwo zakłócenia płatności ma być małe. Niemniej jednak, jak już podkreślono, ani zwrot kapitału, ani osiągnięcie założonych zysków nie są pewne. Instrument ten jest bardzo rozpowszechniony, ale w rejonie Zatoki Perskiej jest inaczej, gdyż AAOIFI tradycyjnie wysuwa zastrzeżenia do tej formy emisji *sukuk* [*Islamic Securities...* 2009, s. 47-85].

Klasyfikacja *sukuk* dokonana przez Standard&Poor’s opiera się występowaniu w konstrukcji certyfikatów elementów wzmacniających wiarygodność finansową emitenta. *Sukuk* z pełną gwarancją podmiotu nadrzędnego w stosunku do emitenta (albo pierwotnego posiadacza aktywów) wydają się najbezpieczniejsze, choć oczywiście ocena ratingowa zależy od wiarygodności podmiotu gwarantującego oraz zasad uruchamiania świadczeń z jego strony w przypadku zakłóceń w dokonywaniu uzgodnionych płatności. Tego typu *sukuk* są najbardziej rozpowszechnione i najbardziej przypominają tradycyjne obligacje. Grupa druga *sukuk* nie zawiera w swojej konstrukcji żadnych elementów wzmacniających wiarygodność kredytową emitenta. W tym przypadku mamy do czynienia z odpowiednikiem ABS; zgromadzone aktywa same stanowią zabezpieczenie wypłat okresowych i końcowej (sekurytyzacja). S&P przewiduje, że certyfikaty tego typu będą się szybko rozpowszechniać. Trzecia grupa *sukuk* zawiera w swojej konstrukcji częściowe wzmocnienie zdolności kredytowej emitenta; w takiej sytuacji przejściowe trudności z wywiązywaniem się z zobowiązań mogą być do pewnego stopnia przezwyciężone dzięki świadczeniom podmiotów trzecich. Wiarygodność tego typu rozwiązań zależy od zdolności aktywów do generowania założonych strumieni pieniężnych, zasad ewentualnego wsparcia przez podmioty obce oraz kondycji finansowej tychże podmiotów [*Sukuk Funds...* 2010, s. 5].

4. Rynek *sukuk*

O rynku *sukuk* możemy mówić praktycznie od 2001 r., choć pierwsza emisja pojawiła się w Malezji w 1990 r. (Shell MDS). Certyfikaty na znaczące kwoty wyemitowano jednak dopiero w 2005 r., a najwięcej (do 2010 r. włącznie) w 2007 r. (niecałe 40 mld \$). Suma wszystkich emisji *sukuk* od początku wieku nie przekroczyła 120 mld \$. W pierwszym półroczu 2010 r. było 98 emisji na kwotę 13,7 mld \$ (w pierwszym półroczu 2009 r. tylko 7,1 mld \$, 32 emisje). Dokładnie 75% tych kwot trafiło do banków centralnych i rządów. Wydaje się, że celem tych podmiotów było przede wszystkim ożywienie rynku *sukuk* oraz stworzenie krajowych instrumentów do zarządzania płynnością dla islamskich instytucji finansowych. Najważniejszym rynkiem *sukuk* pozostaje Malezja (prawie 53% wartości emisji w pierw-

szej połowie 2010 r.), a szerzej – Azja (70% emisji). Emitenci z nad Zatoki Perskiej mają mniejsze znaczenie (ok. 30%), ale wielki potencjał wzrostu. Do największych graczy na rynku należy Saudi Electric Co., State of Qatar oraz Dal Al Arkan. Pod koniec 2010 r. w trakcie przygotowywania było ok. 150 emisji *sukuk* [*Sukuk Funds...* 2010, s. 2-4].

Dla porównania: zmiany stanu zadłużenia¹ z tytułu emisji tylko krajowych tradycyjnych instrumentów dłużnych na świecie wyniosły w I kwartale 2010 r. 687 mld \$, a w II kwartale 2010 r. 863 mld \$. Międzynarodowe emisje netto wyniosły odpowiednio 524 i 51 mld \$ [„BIS Quarterly Review” 2010, tabele 3A i 3B]. Widać z tego, że rynek *sukuk* stanowi zaledwie ułamek rynku tradycyjnego.

Jeśli chodzi o waluty wykorzystywane w emisjach *sukuk*, dominuje malezyjski ringgit (48% w 2009 r.). Pozostałe waluty to dolar USA (30%), rial Arabii Saudyjskiej (10%), indonezyjska rupia (5%). Inne miały mniejsze znaczenie (3% i mniej): dirham ZEA, dinar Bahrajnu, rupia pakistańska, dolar Brunei, dolar singapurski, dalasi Gambii [*Sukuk Market...* 2010].

5. Konkurencyjność *sukuk*

Badania przeprowadzone w Malezji przez pracowników Lebanese American University wskazują na to, że *sukuk* są gorzej traktowane przez inwestorów niż tradycyjne obligacje. Uważa się je za zupełnie odmienne od typowych instrumentów dłużnych. Charakteryzują się wyższym ryzykiem niż obligacje i są na dodatek mniej dochodowe. Jednocześnie, to przedsiębiorstwa osiągające słabsze wyniki finansowe i bardziej uzależnione od kapitału obcego emitują *sukuk* częściej niż tradycyjne instrumenty dłużne [„Gulf Daily News” 2010]. Z kolei według badań Standard&Poor’s w okresie 2005-2010 dochodowość *sukuk*, ze względu na konieczność budowy struktur oraz niższą płynność, była jednak nieznacznie wyższa niż zwykłych obligacji. Przyciągało to inwestorów pragnących podjąć większe ryzyko, nie zaś kierujących się względami religijnymi.

Rozwój rynku *sukuk* jest ograniczony przez wiele negatywnych zjawisk, które ze względu na brak miejsca zostaną tylko zasygnalizowane.

Brak standaryzacji, w odniesieniu zarówno do konstrukcji instrumentu, jak i do zgodności z zasadami szariatu, jest jednym z najważniejszych problemów. Wysiłki, aby zmienić ten stan rzeczy, podjęły m.in. Bank Centralny Malezji oraz Dubai International Financial Center. Rynek *sukuk* nie jest regulowany tym bardziej w skali międzynarodowej, choć działają instytucje, które starają się opracowywać standardy dla rynku kapitałowego, w tym dla *sukuk*. Należą do nich:

- Islamic Financial Services Board (IFSB) w Kuala Lumpur, www.ifsb.org,
- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) w Manamie, www.aoifi.com,
- International Islamic Financial Market (IIFM) w Manamie, www.iifm.net.

¹ Emisje brutto pomniejszone o wykup.

Organizowanie głównie emisji typu OTC powoduje, że konstrukcja *sukuk* jest za każdym razem wydarzeniem jedynym w swoim rodzaju, opiera się na indywidualnych negocjacjach i ustaleniach. Oferta jest adresowana do dużych inwestorów hurtowych.

Ponadto **brak jest rynku wtórnego** i częste są ograniczenia obrotu wtórnego, w wyniku czego **utrudniona jest wycena instrumentów**. Zaleca się notowanie *sukuk* na giełdzie (co już się odbywa w Malezji, Dubaju, Bahrajnie, Arabii Saudyjskiej, Luksemburgu, Londynie²), jednak tylko ok. 25% emisji jest notowanych. Aby dokonać wyceny *sukuk*, trzeba mieć możliwość wyceny aktywów, które leżą u podstaw emisji. Jeśli są to budynki albo projekty infrastrukturalne, trudno tego dokonać, gdyż przychody z inwestycji pojawiają się dopiero na późniejszych etapach realizacji budowy. Inna sprawa, że posiadacze *sukuk* chętnie trzymają te papiery w swoich portfelach do wykupu, gdyż są często atrakcyjne i trudne do pozyskania.

Coraz częściej podnoszonym problemem związanym z certyfikatami islamskimi jest brak jednoznacznych procedur w przypadku niewywiązywania się emitenta ze zobowiązań finansowych, w tym **w przypadku upadłości**. Do początku 2011 r. zjawiska tego rodzaju były stosunkowo nieliczne; w 2009 r. niemożność wykonywania zobowiązań z tytułu wyemitowanych *sukuk* ogłosiły Saad Group oraz Investment Dar Co. K.S.C.C. Emisja *sukuk ijara* firmy Nakheel PJSC została uratowana w ostatniej chwili dzięki pomocy rządu Abu Dhabi udzielonej spółce matce, Dubai World. Wydarzenia te uświadomiły uczestnikom rynku, że „obligacje” islamskie wcale nie są stuprocentowo bezpieczne. Pogląd taki mógł wynikać z nieznamomości istoty finansów islamskich; co do zasady instrumenty tego rodzaju są udziałowe i z natury rzeczy obarczone ryzykiem typowym dla prowadzenia działalności gospodarczej. Jeśli *sukuk* są oparte na umowie *musharaka*, jak w przypadku Investment Dar, to tym bardziej powinno być jasne, że nie chodzi tu o odpowiednik typowych, tradycyjnych obligacji, lecz o ryzykowne instrumenty oparte na wyniku finansowym. W razie problemów właściwym rozwiązaniem byłby więc raczej zakup aktywów od posiadaczy *sukuk* po aktualnej cenie rynkowej [Jobst i in. 2008, s. 340].

Jeśli kwestie własnościowe nie są uregulowane jasno lub korzystnie dla posiadaczy certyfikatów, ewentualna upadłość podmiotów emitujących *sukuk* jest źródłem niepewności. Po pierwsze, nie wiadomo, jak będą traktowane przez sądy należności z tytułu *sukuk* (kolejność zaspokajania roszczeń). Po drugie, rozstrzygnięcia będzie wymagać sposób regulowania opóźnionych zobowiązań emitentów oraz czy będą oni mieli dostęp do aktywów, który formalnie posiadają. Wymóg faktycznego prawa własności wprowadziła w 2008 r. AAOIFI, ale jej zalecenia nie są powszechnie obowiązujące na całym świecie. Po trzecie wreszcie, nie wiadomo, jak będą traktowane decyzje sądów zagranicznych w odniesieniu do praw i obowiązków stron zaangażowanych w emisję certyfikatów wyemitowanych zgodnie z prawem angielskim, kajmańskim itd. [*Sukuk Market...* 2010; Khnifer 2010, s. 13). Ochronie aktywów będą-

² Professional Securities Market na LSE.

cych podstawą emisji *sukuk* służy tworzenie SPV, by ewentualna niewypłacalność emitenta nie miała żadnych konsekwencji dla przekazanego przez niego SPV majątku. Jak widać, do zapewnienia (względnego) bezpieczeństwa posiadaczy *sukuk* nie wystarczy przekazanie im praw do pożytków z aktywów (taka jest często praktyka), lecz trzeba również przekazać częściowe prawa własności. Ale bezpieczeństwo i tak nie jest pełne, gdyż mogą spadać ceny nieruchomości, chętnych do wynajęcia biur może być mniej itp. Taka jest jednak specyfika instrumentów islamskich.

Osobnym problemem jest wykorzystywanie w omawianych strukturach różnych walut. Jeśli majątek przynosi przychody w dirhamach ZEA, a posiadacze *sukuk* oczekują płatności w dolarach USA, pojawia się ryzyko kursowe (dewaluacja dirhama do dolara), ale i ryzyko konwersji i transferu, nawet jeśli z dzisiejszej perspektywy jest ono bardzo małe. Oczywiście tego typu niebezpieczeństwa nie są typowe tylko dla instrumentów islamskich.

Oprócz tych kluczowych zastrzeżeń/uwag warto też zauważyć, że (zbyt) duże znaczenie, jako emitenci, mają rządy oraz podmioty zależne od rządu, co utrudnia inwestorom dywersyfikację aktywów. Przygotowanie emisji *sukuk* jest bardzo pracochłonne i wymaga sporządzenia znacznie większej liczby dokumentów niż w przypadku obligacji. Prawo podatkowe traktuje niekiedy budowane misternie konstrukcje *sukuk* mniej korzystnie niż emisję tradycyjnych obligacji. Aby to zneutralizować, dokonuje się zmian prawa (np. w Malezji, Hongkongu, Wielkiej Brytanii), ale jest to proces wymagający czasu. Regulacja rynków jest na wczesnym etapie rozwoju. Brakuje wreszcie certyfikatów, wyemitowanych na bardzo długie okresy i charakteryzujących się niskim ryzykiem, do wykorzystania w celu oszczędzania na starość.

Sukuk są instrumentem pożądanym przez wielu uczestników (islamskiego) rynku finansowego, np. przez firmy ubezpieczeniowe (*takaful*), fundusze emerytalne, przedsiębiorstwa. Olbrzymi potencjał drzemie też w inwestorach detalicznych, do tej pory wykluczonych ze względu na bardzo duże kwoty wymagane do zakupu certyfikatów. Rozszerzenie się bazy inwestorów jest warunkiem szybkiego rozwoju *sukuk* i należy oczekiwać, że popyt na omawiane instrumenty będzie rósł. Pojawia się jednak pytanie, czy w takich warunkach strony zaangażowane w ten proces będą w stanie wytworzyć klarowny, zrozumiały instrument o stałym dochodzie, zgodny z zasadami szariatu [*Sukuk Funds...* 2010, s. 6, 7). Ewentualnie *sukuk* może być czymś „wyższym” niż tradycyjną obligacją o stałym czy zmiennym oprocentowaniu: instrumentem bardziej udziałowym, zgodnym z duchem islamu, kierowanym głównie do muzułmanów. Ich liczba skłania do refleksji, iż nawet jeśli innowiercy wykażą nikłe zainteresowanie *sukuk*, instrument będzie się burzliwie rozpowszechniał, pomimo że *sukuk* nie są instrumentami szczególnie wzmacniającymi związki między sektorem realnym a finansowym, na co tradycyjnie kładzie się nacisk w finansach islamskich. Nie wydaje się jednak, by islamskie certyfikaty inwestycyjne wyparły tradycyjne obligacje, choćby ze względu na skomplikowane procedury emisyjne i profil ryzyka.

Literatura

- „BIS Quarterly Review”, Statistical Annex, 2010, Bank for International Settlements.
- „Gulf Daily News”, Manama, December 3, 2010.
- Hassan M.K., Lewis M.K. (red.), *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA, 2007.
- Islamic Securities (Sukuk) Market*, Securities Commission Malaysia, Kuala Lumpur 2009.
- Iqbal M., Molyneux P., *Thirty Years of Islamic Banking. History, Performance and Prospects*, Palgrave Macmillan, New York 2005.
- Jobst A., Kunzel P., Mills P., Sy A., *Islamic bond issuance: What sovereign debt managers need to know*, „International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management” 2008, no. 4.
- Khniifer M., *When sukuk default – asset priority of certificate-holders vis a vis creditors*, „Opalesque Islamic Finance Intelligence” 2010, Issue 11.
- Sukuk Funds Poised to Grow as Sukuk Market Continues to Expand*, Global Credit Portal Ratings Direct, Standard&Poor’s, October 11, 2010.
- Sukuk Market Is Likely to Show Steady Growth in 2010*, Global Credit Portal RatingsDirect, Standard&Poor’s, January 27, 2010.

SUKUK – ISLAMIC INVESTMENT CERTIFICATES

Summary: The *sukuk* industry has emerged as one of the main components of the Islamic financial system and has increasingly become an integral subset of the international financial system. Over the years, the *sukuk* market has grown from 10 to 15% annually to reach approximately USD 100-120 billion and contributed to approximately 10% of the global Islamic finance assets in 2009. While *sukuk* are structured in a similar way to conventional asset-backed securities (ABS) or covered bonds, they can have significantly different underlying structures. Especially, when *sukuk* have the real asset-backed structure (as opposed to the asset-based structure) they can indeed protect investors once a default event is triggered. However, they rather constitute an enhancement to the traditional bonds, not an alternative, according to the author.